

氏名 佐藤 伊里

『日本における敵対的買収の研究』

～3層構造モデルによる発生要因の分析～』

I 本論文の構成

敵対的買収を理論的に整理し、米国では数多く発生している敵対的買収が、日本では少ない理由を明確にし、今後日本でも増加すると想定される要因を実証研究を通じて、探ることを目的に、次のように10章から論文を構成している。

- 第1章 序論
- 第2章 敵対的買収の背景
- 第3章 敵対的買収に関する論理
- 第4章 敵対的買収の環境分析 (I) 第1層：マクロ分析
- 第5章 敵対的買収の環境分析 (II) 第1層：マクロ分析
- 第6章 敵対的買収の発生と株主保有構造の関係 (第2層)
- 第7章 敵対的買収と発生要因：企業レベルの特徴 (第3層)
- 第8章 敵対的買収の事例研究
- 第9章 研究結果
- 第10章 結びに代えて ～今後の課題と展望～

II 本論文の概要

第1章 序論

序章では、研究課題の提起、研究の目的と背景、研究方法を明らかにしている。敵対的買収が何故、発生するのか、米国では活発な敵対的買収が日本では、失敗或いは極めて少ない。しかし、今後、敵対的買収が増加すると想定され、その理由を理論的に検討し、実証研究を通じて発生要因を探ることを研究テーマとしている。

研究仮説で、次の2つを指摘している。

- ① 日本でも今後敵対的買収が、「コーポレート・ガバナンス」や「株主価値拡大主義」の重視により増加する。

② 敵対的買収を誘発する発生要因は3層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築される。

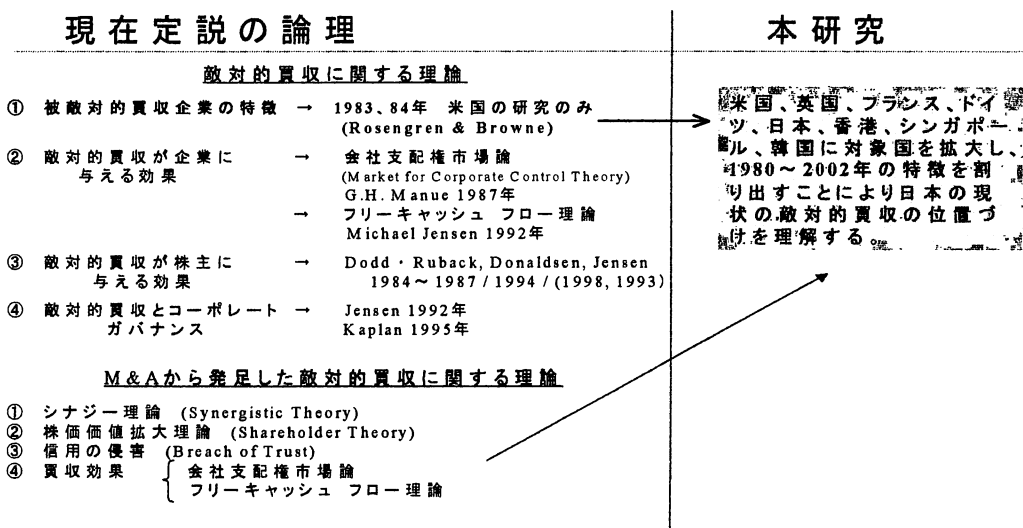
申請論文は、「日本においてはどのような企業が敵対的買収を受ける可能性があるか、その特徴を特定し、敵対的買収の増加理由を解明する」ことを研究目的とする。

第2章 敵対的買収の背景

各国及び各視点から異なる敵対的買収の定義及び敵対的買収が経営学的にどのように位置づけられているかを明確にする。なお、買い手の目的により戦略型と規律型とに分類され、敵対的買収の方法は、①委任状取得と②公開買付を通じた株式取得とに分かれる。「敵対的買収が日本で敬遠される理由」は、「乗っ取り」との認識が強く、「株主価値拡大」理論は定着していないからである。

第3章 敵対的買収に関する論理

敵対的買収に関する先行研究は、4つの分野に分けられる。



論者は、敵対的買収の発生要因の研究理論として「敵対的買収の3層構造の仕組み」（1層：経済的・歴史的要因、2層：企業保有構造、3層：企業財務特徴）を提唱している。

第4章 敵対的買収の環境分析 (I) 第1層：マクロ分析

各国の歴史的要因から形成される敵対的買収の発生の特徴を明らかにし、敵対的買収を阻止する法律や株式取得規制などが存在していた場合、敵対的買収が第1レベルで発生し難いと推測できる。

第5章 敵対的買収の環境分析 (II) 第1層：マクロ分析

第1層のマクロ要因の歴史的要因に続いて経済的要因（金利や株式市場の動向）がどのように敵対的買収の発生に関係しているかを考察する。敵対的買収数が多い順、即ち米国、英国、フランス、ドイツ、日本、香港、シンガポール及び韓国の順に環境分析を行う。敵

対的買収が少ないアジアでは、必ずしも敵対的買収に関するデータ及び実例が豊富ではない。

第6章 敵対的買収の発生と株主保有構造の関係（第2層）

3層構造の第2層である企業構造分析を行っている。敵対的買収は株式取得から始まる事から、被敵対的買収企業の株主保有形態は敵対的買収の発生に大きな影響を与えている。日本では一般的に銀行・金融機関などが安定株主としての役割を果たし、敵対的買収を仕掛けても、成功の確率は極めて少ない。米国など安定株主という概念が少ない国では、敵対的買収の防衛策として多くの企業は敵対的買収が仕掛けられるとポイズンピルと呼ばれる仕組みが作動する。

第7章 敵対的買収と発生要因：企業レベルの特徴（第3層）

3層構造の第3層である企業財務特徴の分析を行う。

敵対的買収の発生要因は、企業のレベルの特徴によって異なるはずである。論者は次の方法により敵対的買収における企業レベルの特徴を明確にし、分析可能な定量化形態に整理することを試みた。

（1）企業レベルの特徴を明確にする2段階スクリーニングテスト

2段階のスクリーニングテストを行い、企業の各特徴を割り出す。

第1スクリーニング：敵対的買収が発生する動機の規定（Identify）。

第2スクリーニング：第1スクリーニングで発見した特徴を定量化可能形態に絞り込む。

この結果、次の通り5分野と14の発生要因に特定した。すなわち、これら要因を財務諸表に置き換え可能な「企業価値」、「収益力」、「成長性」と「安全性」に分類し、定量化可能だが財務諸表に置き換え不可能な特徴は「企業形態分析」としている。

（2）敵対的買収企業・被敵対的買収側・被友好的買収企業の特徴と相関関係

第2スクリーニングから抽出された特徴に対して、二つの切り口から分析を行う。

1）被敵対的買収側と被友好的買収企業の各特徴の比較及び相関関係の有無。

2）敵対的買収企業と被敵対的買収企業との各特徴の比較及び相関関係の有無。

敵対的買収の発生要因は、国別・企業レベル別で特徴があり、特徴に相関関係があるのか、さらに、敵対的買収の発生要因は、国別では企業レベル特徴とマクロ要因、特に経済的要因と相関関係があるかを明確にすることを目的としている。

このような研究は、Lynn Rosengren氏が行ったが、これは米国で1983-1984年間に発生した被敵対的買収企業の研究のみに限られている。論者が試みた「敵対的買収と友好的買収との比較研究」、さらに「敵対的買収企業と被敵対的買収企業の比較研究」は、従来行われたことがなかった。

上記の分析には、Thomson Financial社のデータベースを活用したが、確認のためにMergerstatのデータベースでも同様のスクリーニングを行い、両方のデータベースで一致していない企業に関しては除外した。次に各国で発生した買収・合併案件の記録を1980年～2002年にまとめ買収企業と被買収企業の企業名のリストを作成した。リスト

から更に各国の取引所に記録されている公開買付の記録と比較し敵対的買収（公開買付において被買収企業側が承認していない）と認められる案件を抽出した。また、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の分析を行うために、同じ公開買付の記録から、友好的買収と認められる被友好的買収企業も選出した。

第8章 敵対的買収の事例研究

敵対的買収の発生要因を3層レベルで考察し、各種要因の相関関係を分析した結果をもとに、海外及び日本における敵対的買収の成功例と失敗例を考察した。事例研究によって、更に個別企業での発生要因を詳しく検証することを目的としている。また、ここでは敵対的買収の成功プロセスを念頭に置きながら各要因がどのように敵対的買収の成功もしくは失敗に結びついているかに焦点を絞っている。

事例研究に当たっては、国内外で発生した6事例（Out-In 3件, Out-Out 2件, In-In 1件）の敵対的買収を抽出し、事例ごとに失敗要因もしくは成功要因を中心に検証している。敵対的買収の発生要因を裏付けるとともに、今後日本における敵対的買収の成功方法を引き出せると期待している。

第9章 研究結果

敵対的買収の発生要因を3層構造の仕組みで明確にし、これを事例研究で検証したことを整理している。続いて、第1章で提示した2つの仮説を、3層構造を活用し、「日本での被敵対的買収と被友好的買収の特徴」「日本における被敵対的買収と買収側の特徴」「敵対的買収における各マイクロ要因と金利との相関関係」「敵対的買収における各マイクロ要因と株式市場の動向との相関関係」に整理し、次の結論に達した。

仮説1「日本でも今後、株主価値拡大主義が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加する。日本経済および日本企業は、敵対的買収を誘発する発生要因が多く存在するから」に対して、「マクロ要因と関係なく、日本企業が有している企業特徴のうち、売上高成長率や売上高経常利益率が低い企業、または設立から年数が長い企業などは、一般的に敵対的買収の対象になりやすい」ということが検証された。

仮説2「敵対的買収の発生要因はおおむね3層（経済的・歴史的要因、企業の株式保有構造、企業財務特徴）から構成される」に対して、「敵対的買収は、経済・歴史的要因、K部主構造など企業保有構造に基づく要因もしくは、企業が保有する財務的特徴のいずれか、もしくは相関関係がある要因が交じり合った時に発生する可能性が最も高いが、企業の特徴が優先的に働く場合でも、敵対的買収を発生させる単独の要因があるとはいえない。しかし、3層構造のどの1つの要因が欠けた場合、敵対的買収は発生しがたい」ということが結論づけられている。

第10章 結びに変えて：今後の課題と展望

敵対的買収における発生要因の数値化モデルをさらに精緻化し、本論文が日本の敵対的買収の防衛策にも活用されることを期待している。さらに、敵対的買収が社会的にどのような影響度を持つかの検証が残されていると結んでいる。

Ⅲ 評価

1. 先行研究で数少ない敵対的買収の発生要因を研究対象

先行研究から、M&Aに関する研究は多いが、敵対的買収の独立的研究は少なく、それも1980年代の米国の「被敵対的買収」に関するものが中心であることが判明した。また、敵対的買収後の買収企業や被買収企業に対する影響を中心に検証されているものがほとんどである。論者は、M&Aの体系の中で、敵対的買収の位置付けを明確にし、今後日本でも多発する可能性のある敵対的買収がなぜ発生するのか、その発生要因の理論構築を多面的に行なっている。

2. 敵対的買収の成功のプロセスに社会還元まで指摘

通常の敵対的買収の成功には、過半数の株式取得をすることを基準に置いている場合が多いが、論者は次の4段階を提案している。

- ①株式の取得（50%超～100%）
- ②企業価値拡大（企業の活性化、収益など財務面での改善など）
- ③株主価値拡大（株価の上昇）
- ④社会還元（雇用の維持・増加、支払税金増加、地域社会への還元による経済活性化）

敵対的買収の基準や研究が、株式取得を成功基準と考えているため、被敵対的買収企業に主として向けられている。このため、「乗っ取り」と同義語的に使われると指摘している。成功基準は、社会貢献があつて初めて社会から評価されると判断している。

3. 日本経済や日本企業の実態から2つの仮説の設定

敵対的買収に関して、2つの仮説を設定し、これを立証している。特に、3層構造による敵対的買収の発生要因分析は、先行研究のない領域である。

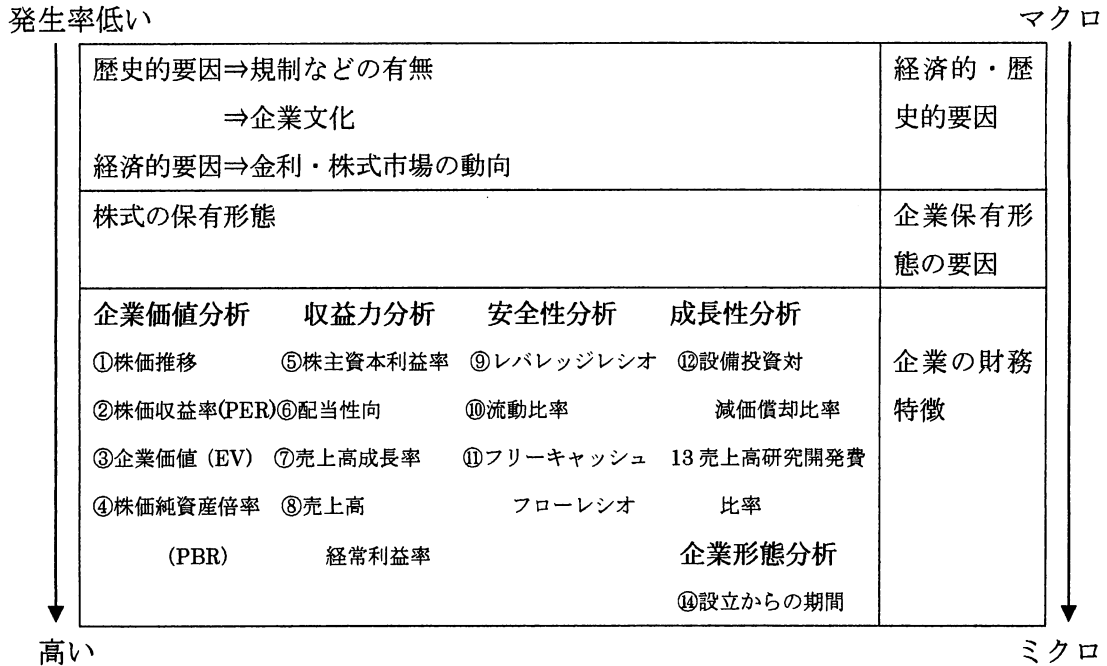
仮説1は、「日本でも今後、株主価値拡大主義が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加する。日本経済および日本企業は、敵対的買収を誘発する発生要因が多く存在するから」である。

仮説2は、「敵対的買収の発生要因はおおむね3層（経済的・歴史的要因、企業の株式保有構造、企業財務特徴）から構成される」である。

4. 敵対的買収の発生要因を割り出す3層構造の提案

日本でどのような企業が敵対的買収になりやすいかを、外国の敵対的買収のデータ解析から実例として考察するため、敵対的買収の発生要因を、次の3層構造から検討している。3層から敵対的企業買収の発生要因を解析しているところに独創性がある。

＜敵対的買収発生に関する3層構造の組み立て＞



5. 膨大な敵対的買収データによる解析

佐藤氏は、1991年から1999年まで、クレディスイス・ファースト・ボストン証券にて証券アナリスト、日本株・日本小型株の資産運用のプロとして活躍し、2000年から、UBS Warburg 証券(株) (日本支店) 及びUBS キャピタルで、ベンチャーキャピタル投資、バイアウト投資、レバレッジファイナンス、政策投資を行ってきたプロであることと無縁ではない。1980年から2002年までの、米国(906件)、英国(396件)、フランス(47件)、ドイツ(13件)、日本(7件)、香港(19件)、シンガポール(3件)、韓国(3件)の敵対的買収案件を、公表データから収集し、各要因の相関関係の分析をピアソン方式で解析している。

Thomson Financial社のデータベースを活用し、確認のためにMergerstatのデータベースでも同様のスクリーニングを行い、敵対的買収案件を抽出している。これらのデータベースから解析しているので、今後の他の研究者が、同様な方法で継続的に比較研究をすることが可能であり、本論文のデータ解析は、敵対的買収の先行研究としての価値がある。また、対象国を拡大し、長期間の各国の特徴を明らかにすることによって、日本の現状の敵対的買収の位置づけを明確にしている。

6. マクロ分析による各国の敵対的買収の歴史的、金利・市場による特徴の明確化

歴史的に保守的な法的規制の存在が敵対的買収を阻止し、米国や英国は、「株主価値極大主義」が敵対的買収を促進する機能を果たしていることを明確にし、株主の価値観が影響している。金利と株価の推移が敵対的買収と関係するのは、買収に関する資本コ

ストと関連するからである。市場の金利や株式市場の変化率が平均より変動した場合に、敵対的買収が発生しやすい連動性がある。日本では、敵対的買収が7件しかないので金利や株価動向との関連性は見出していない。

7. 各国の企業の株式保有構造分析による敵対的買収の特徴の明確化

各国の株式保有構造における敵対的買収の特徴を解析しているが、銀行や機関投資家の比率が多くても、敵対的買収の難易は逆には働くことがある。銀行の持合関係のない米国では、銀行の監視機構が低く、敵対的買収が置きやすいが、日本では監視機能が働き敵対的買収が起きにくい。

しかし、日本でも外国人投資家が増加し、株式持合が解消し、銀行の監視力から、独立する傾向があり、米国や英国のように敵対的買収の発生率が増加する可能性がある。

8. 企業レベルにおける敵対的買収の発生要因を定量化して明確化

敵対的買収には、買収企業側の「動機」があるはずである。非効率的な経営を正すなどの「経営陣」、企業間シナジーを求めるなどの「市場の特性」、低い株価低収益率などの「被買収企業の特徴」などの3分野、17の特徴を明らかにしている（第一スクリーニング）。

この特徴から、定量化を目的とした第二スクリーニングによって、1カ国でも50%に該当する定量可能数値形態を抽出し、敵対的買収の発生要因を明らかにしている。定量可能性指標を選んだのは、入手可能なデータベースから発生要因の国際比較を可能にするためである。

発生要因を、「企業価値・収益力・安全性・成長性・企業形態」の5分類、14指標を抽出した。この抽出した特徴から、次の2つの切り口から分析を行っている。

- ・ 被敵対的買収企業と被友好的買収企業の各特徴の比較及び相関関係の有無
- ・ 敵対的買収企業と被敵対的買収企業との各特徴の比較及び相対関係の有無

さらに、マイクロ要因である個別企業の14指標と金利や株式動向というマクロ要因との相関関係も明らかにしている。

この分析から、日本においては、株価、株価収益率、企業価値、売上高成長率、フリーキャッシュフロー比率、そして設立からの年数が、敵対的買収の発生に最も影響を及ぼしていることを明確にし、ある特定の分野のみが、敵対的買収の発生要因ではないないことを検証している。

このような多面的な分析を行って、5つの指標が敵対的買収の発生要因であることを立証しているところに、論者の独創性がある。

9. 5つのケース分析を通して、敵対的買収の成功プロセスについて検討

敵対的企業買収は、被敵対的買収側の株主価値拡大の実現の先行研究は多いが、買収

側の株主価値にも注目すべきこと、さらに最終的には収益の向上により支払税金や雇用の増加によって、社会還元をすることによって、経済の活性化までを視野に置くべきであると主張している。IBMのロータスは、「買収側の中長期的な株主価値の拡大及び社会還元度の高いほど、好ましい」事例として評価している。

敵対的買収が非社会的であり、日本企業の文化に合わないとの見方は、逆に敵対的買収からえられるメリットを理解せず、日本企業の再生を妨げると主張している。

以上のように本論文の評価すべき諸点が多いが、次のような課題も残されている。

- ① マクロ分析で、歴史的動向、金利や株式市場と敵対的買収を検討しているが、このうち第1層(I)の環境分析中「歴史的」は、余りのも範囲を拡大し、「各国における規制問題」とすべきでなかったか。
- ② 日本企業の敵対的買収のケースが7社と少ないなかでの、仮説検証は危険ではないか。ただし、外国人株主比重が急激に高くなり、論者の主張の萌芽があるのは確かである。
- ③ 敵対的買収の動機を、経営陣、市場の特性、個別企業の特徴と規定し、17の特徴から、第一スクリーニングを行っているが、第一と第二スクリーニングとの関係が明確ではない。
- ④ 敵対的買収のプロセスは、買収の結果が社会的貢献までないと、社会的認知に至らないことを主張しているが、日本の事例から完全に立証するにいたっていない。

IV 結論

佐藤氏の長年にわたる実践的研究に根ざした本博士学位申請論文「日本における敵対的買収の研究～3層構造モデルによる発生要因の分析～」で審査委員が指摘した課題としてのポイントは、博士課程学位論文として、本質的課題ではなく、今後の研究課題として、さらなる研究の進化のなかで、解決すべき事項であると判断した。特に日本では少ない敵対的買収が多発する可能性のある予兆から本論文テーマを取り上げたことは、先駆的研究にふさわしいと考え、学位授与の基本的判断基準である「論理性、独創性、実践性」を充分達成していると判断した。審査委員全員で、博士学位申請論文に値する内容であるとの結論に至った。

以上

2003年12月15日

早稲田大学大学院 教授・商学博士（早稲田大学）

早稲田大学大学院 教授

早稲田大学大学院 教授・商学博士

早稲田大学大学院非常勤客員教授、レコフ(株)代表取締役社長

吉田允昭

